

企業価値・株主共同の利益と新株予約権発行（１）

Corporate Value / Common Interests of the Shareholders and Issuance of Stock Acquisition Rights (1)

金田 充広
Mitsuhiro Kanata

キーワード： 企業価値 株主共同の利益 新株予約権

- I はじめに
- II 会社買収防衛策における企業価値
 - 1 概説
 - 2 企業価値指針
- III 裁判例に見る企業価値概念の運用
 - 1 ニッポン放送事件における濫用的買収者の概念
 - 2 ニレコ事件における新株予約権発行（以上、第3集）

I はじめに

近時M&Aの件数は上昇傾向にあったところ、2006年をピークに減少傾向になったが、2011年から再び増加に転じ現在に至っている¹⁾。こうした状況において、企業買収に関する公正なルールに関する議論が活発に行われ、また企業買収に関する裁判例も蓄積され、特に企業価値に関する論点を加えて審理される傾向が顕著になり、2005年には、経済産業省・法務省および企業価値研究会²⁾が、会社買収防衛のルールを提案している。さらに2008年には、企業価値研究会が、買収防衛策の在り方に関する報告書をまとめている。

従来、会社の支配権に関する争いがある場合に、資金調達の一必要と比較して会社支配権維持を主要な目的とすると判断されるような募集株式の発行があれば、著しく不公正な株式の発行（旧商法³⁾ 280条ノ10、会社法210条）になり募集株式の発行が差止められるとする、いわゆる主要目的ルールが、会社買収防衛における会社の行為に関するルールとして機能してきた⁴⁾。しかし資金調達の一必要は、常に存在するわけではなく、もちろん会社が営利

¹⁾ 株式会社レコフデータ「M&A件数とM&A金額の推移」M&A専門誌MARRマール249号15頁（2015年7月）。2006年には、過去最高の2775件あったところ、2011年には、1687件にまで減少した。M&Aデータの見方について、同・前掲115頁参照。

²⁾ 2004年9月16日に、経済産業省は、「企業価値研究会」の設置について、敵対的M&Aに対する適切な対応策及びコア人材の引抜き防止策のあり方について早急に検討を行う必要があるとして、経済産業政策局長の私的研究会として「企業価値研究会」を設置することを公表した。

³⁾ 本稿において、平成17年法律87号による改正前の商法を「旧商法」という。

⁴⁾ （忠実屋・いなげや事件）東京地決平成元年7月25日判例時報1317号28頁・32頁、（ベルシステム24事件）東京高決平成16年8月4日金融・商事判例1201号4頁、（ダイソー事件）大阪地決平成16年9月27日金融・商事判例1204号6頁、（ニッポン放送事件）東京高決平成17年3月23日金融・商事判例1214号6頁、資料版商事法務254号217頁（クオント新株発行差止仮処分申立事件）東京地決平成20年6月23日金融商事判例1296号10頁などの裁判例において、裁判所は、主要目的ルールを採用してきたということが出来る。

社団法人である商人であることからするならば、逆に潜在的には常に存在すると言わざるを得ない。資金調達の実効性などはどうにでもなるということも、かならずしも乱暴な言い方ではないことになる。現に会社支配権が争われているとき、具体的に資金調達の必要性があったのかということを判断するに際して、将来的な資金調達の必要性は事業計画の策定と共にその内容次第で当然に具備するものである。もちろん事業計画も何もないところではありえないが、事業会社であればそのような計画がないことは想定し難い。しかし資金調達の必要性和会社買収を目的とする株式買集めを巡る攻防のさ中に行われる募集株式の発行に関して、資金調達の必要性をいうには無理があり、特定の株主の持株比率を大幅に低下させる第三者割当てがあれば、当該募集株式の発行は、主要目的ルールにより、著しく不公正な募集株式の発行となり差止められる。

M&Aが、社会現象として日常的に行われるようになれば、当然会社を買収することの意味が問われる契機が発生しその議論も深まることになる。M&Aという言葉の直訳は合併と買収であるが、事業譲渡や資本参加とその形態は種々ありうる。株式会社の買収を目論む企業が採る買収手段の多くは株式の取得である。被買収会社の業種が同じであり、買収後に会社の経営について具体的に計画していることもあるが、逆に、当該業種に関する知識・経験が十分でない場合には、仮に会社買収に成功したとしてもその後の会社経営に支障を来すことも予測される。投資会社が資金力を背景に会社の支配権を掌握したとしても、投資会社の目的は投資であるから、買収後の会社経営は通常困難なことが多いであろう。投機的株主にとどまらず、取得した株式の高値買取りを狙うグリーン・メーラーである場合には、会社の経営改善は当初より予定されていない。いずれにしても株式の取得は、買収会社が投資を目的とする会社であったとしても、株式を取得すること自体は法律上制限されていない。また株式の譲渡は原則として自由であり、株主には投下資本回収の道が確保されていなければならない（会社法127条）。

株主は、いわば会社の所有者であるから、会社の経営に関しては、本来一切の事項を決議することができる（会社法295条1項）。取締役会を設置する場合には、株主の権限が取締役会に委譲されるが、この場合にも株主は事業から得られる利益を剰余金の配当として受け取る。すなわち株主は、会社事業による利益の帰属主体であるから、会社経営がより向上し安定的に利益を受け取ることができることに利益を有し、これに影響のある事項に関して選択権を有していなければならないといえることができる。会社の経営者が交代することに関しては、人的な関係を除けば株主の利益以外には特に関心を示さないのが通常である。また会社の経営を左右するほどに影響の大きい株主構成の変化をもたらすことある会社買収に際しては、会社買収が成功することの方がかえって株主の利益になる場合がある。ここでの問題は、会社の価値を高め株主の利益になるのは、会社買収が失敗に終わることであるのか逆に成功することなのかということである。そしてそのとき株主の利益はどのように考えるべきなのかということである。ニッポン放送事件⁵⁾において、裁判所が、債権者による会社の支配権取得が債務者に回復しがたい損害をもたらす事情のあることを会社が疎明・立証した場合には、会社の経営支配権の帰属に影響を及ぼすような新株予約権の発行を差し止めることはできないと判示したことはきわめて示唆的である⁶⁾。

ところで敵対的買収者も、株式を取得して株主になれば、議決権その他の会社に対する権利を有するから、株主平等の原則により他の株主と同様に取り扱うべきではないかという問題がある。株主平等の原則は、株主が有する株式の内容及び数に応じて平等に取り扱わなければならないとする原則である（会社法109条）。しかしながら買収防衛策として、敵対的買収者を差別的に取り扱う措置が、株主平等の原則との関係で違法でなく、適法であると解せられる場合がある。形式的には、明らかに株主平等の原則に違反する差別的な取扱いが、どのような考え方によ

⁵⁾ 別冊商事法務編集部編『企業買収をめぐる諸相とニッポン放送事件鑑定意見』（2005年）、拙稿「ニッポン放送新株予約権発行差止事件」奈良法学会雑誌 19巻1・2号198頁以下（2006年）、および拙稿・前掲207頁註（1）で引用の文献参照。

⁶⁾ 東京高決平成17年3月23日金融・商事判例1214号15頁。

り違法でないとなし得るのであろうか。強力なインセンティブがなければ、このような判断は成り立たない。会社買収の法規制は、企業価値・株主共同の利益を基本として、株主平等の原則を排斥するものであってはならない。ニッポン放送事件では、企業価値・株主共同の利益の観点から、濫用的買収者は株主として保護に値しないという考え方が打ち出された。その後、特に、ブルドックソース事件最高裁決定⁷⁾は、企業価値・株主共同の利益の概念を基礎として、株主に対する差別的取扱いが株主平等の原則に反しないことがあるとする。本稿では、これら判例・裁判例をとおして、企業価値・株主共同の利益と買収防衛策として行われる新株予約権発行の問題を検討してみよう。

Ⅱ 会社買収防衛策における企業価値

１ 概説

従来の用語からするならば、会社を防衛するということは、敵対的な会社買収者が株式を買い集めることにより議決権を基礎として会社の経営権を奪取することを阻止するという文脈で用いられてきた。防衛戦略としては、基本的には、敵対的買収者が議決権の行使により多数を獲得できないようにすることである。標的にされた会社が、一丸となって会社買収に対抗し、味方の者に対し株式を割り当てることにより、敵対的買収者の持株比率を低下させることである。しかしこれは主要目的ルールにより阻まれることがある。敵対的な買収者が、株式を買い集めてからにわかに株式を発行すること、すなわち有事において防衛策として会社の味方に株式を発行することは、客観的な第三者の立場からすると、買収の阻止のためにする募集株式の発行ではなく、資金調達目的であると判断することを躊躇せざるを得ないのが実際のところである。ニッポン放送事件の後に出た裁判例であるが、募集株式発行の差止に関する事案において、会社支配権に関して現に争いがあるときにする新株発行は、当該事案における所与の事実関係のもとで、会社がこれを合理化できる特段の事情を立証しない限り、本件新株発行は、既存の株主の持株比率を低下させ現経営者の支配権を維持することを主要な目的としてされたものであると推認できるというべきであると判示するものがある⁸⁾。会社の支配権に関する争いがあるときにする株式の発行であるから、また持株比率に関して株主の支配的利益に影響を及ぼすことがあるから、会社支配権の維持・確保が主要な目的であるという方向で考えるのが適切である。もちろん資金調達の必要性があれば、そのような株式の発行であれ差し止められることはない。それとともに買収者が濫用的買収者の場合には、対抗手段としてする新株予約権発行は、企業価値の観点から正当化されるとする考え方も適切である⁹⁾。

ニッポン放送事件までの裁判例において、募集株式発行の差止めに関する事案においては、敵対的買収者の株式取得が株主全体の利益あるいは企業価値の観点から濫用的であるのか否かを主要な争点として争われることはなかった。募集株式発行の差止めが著しく不当であるとかないということが、主要目的ルールにより判断されることから、当然それに向けての主張があり立証が重点的に展開される。ニッポン放送事件の裁判では、濫用目的の株式取得が問題になっている。そうでない株式取得であれば認められることがあるということである。真に会社のためになる会社買収であれば、認めてもよいのではないかということである。買収防衛策としての新株予約権発行の差止めの審理において、濫用目的の買収であるならば、それに対抗するため新株予約権の発行が、例外的に認められ

⁷⁾ 最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁。

⁸⁾ 東京地決平成20年6月23日金融・商事判例1296号10頁、資料版商事法務293号227頁。拙稿「著しく不正な方法による募集株式の発行 ― クオント新株発行差止仮処分命令申立事件 ―」社会科学学会雑誌3巻111頁（2011年）。なお、さいたま地決平成19年6月22日金融・商事判例1270号55頁参照。

⁹⁾ 同様の見解は、ニッポン放送事件以前にすでに存在していた。大隅健一郎=今井宏『会社法論 中巻』〔第3版〕654頁（1992年）。

るという文脈で出てくる。これを判断するためには、当該事案において企業価値を検討しなければならない。ニッポン放送事件の抗告審決定において裁判所が多用した用語である。被買収会社の株主の観点からする会社防衛の契機である。すなわち企業価値、ひいては、株主共同の利益の確保・向上の目的で会社買収防衛策は導入され、発動、あるいは廃止されなければならない。

防衛ということは、株主の視点からする概念であるべきであり、会社を買収されるか否かという場面において、会社買収が失敗することを意味するが、会社買収に対する防衛において防衛されるべき利益は、やはり株主共同の利益でなければならない。そうすると防衛とは、従来の会社の株主構成からする会社、従来の経営者を構成要素とする会社の防衛ということであるが、誰のためのという観点からすると、会社買収の手段としてする株式取得とそれに基づく議決権行使の阻止その他防衛措置が、企業価値、ひいては株主共同の利益を増進させるのでなければならない。会社買収が成功し、株式の買集めにより株主構成が変更され、会社の取締役の大幅な変更をもたらすことになるような会社買収が、逆にそれまでの会社経営より多くの利益を生み見出し、効率的な経営を実現することになり、会社が発展成長することが明らかであるならば、そのような株主構成の変更をもたらす会社買収は株主にとって歓迎されるべきことである。企業価値は、まさに会社買収により向上し、それはとりもなおさず株主共同の利益の増進にほかならないのである。

2 企業価値指針

(1) 経済産業省・法務省および企業価値研究会の取組み

まず経済産業省・法務省および企業価値研究会の取り組みを概観してみよう¹⁰⁾。ニッポン放送事件とニレコ事件の抗告審決定およびブルドックソース事件最高裁決定を決定年月日に従い適宜配置した。

[1] 2004年9月16日 「企業価値研究会」が設置された。同日第1回目の会議が開催されて以来、2008年6月11日29回目の会議まで開催されている。

*2005年3月23日 ニッポン放送事件抗告審決定

[2] 2005年5月27日 企業価値研究会が「企業価値報告書～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～」(以下、「企業価値報告書」という。)を公表した。

同日 経済産業省・法務省が「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(以下、「指針」という。)を策定・公表した。

*2005年6月15日 ニレコ事件抗告審決定¹¹⁾

[3] 2006年3月31日 企業価値研究会が「企業価値報告書2006～企業社会における公正なルールの定着に向けて～」を公表した。

[4] 2007年8月2日 企業価値研究会が「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収(MBO)に関する報告書」を公表した。

*2007年8月7日 ブルドックソース事件最高裁決定

[5] 2007年9月4日 経済産業省が「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収(MBO)に関する指針」を公表した。

¹⁰⁾ 指針、企業価値報告書等企業価値研究会の取組みにつき、<http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/economy.html>、別冊商事法務編集部編『企業価値報告書・買収防衛策に関する指針』別冊商事法務287号(2005年)など参照。

¹¹⁾ 東京高決平成17年6月15日金融・商事判例1219号8頁、(原審異議審決定)東京地決平成17年6月9日金融・商事判例1219号26頁、資料版商事法務255号182頁、(原審仮処分決定)東京地決平成17年6月1日金融・商事判例1218号8頁、資料版商事法務255号155頁。拙稿「ニレコ事件における新株予約権発行」奈良法学会雑誌22巻1・2号1頁(2013年)、および7頁註(1)で引用の文献参照。

〔６〕 2007年12月18日 企業価値研究会が「上場会社による種類株式の発行に関する提言」を公表した。

〔７〕 2008年 6月30日 企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」（以下、「買収防衛策の在り方」という。）を公表した。

結論として、企業価値研究会は、2008年 6月30日時点において、指針が策定されて以降の諸環境の変化を踏まえて、今日における買収防衛策の在り方をまとめた。企業価値研究会の考え方に接して、企業価値、ひいては株主共同の利益について、これが企業買収に関する法規制において、どのような方向性を付与するのかということが重要である。そして企業価値は、企業価値研究会が、敵対的買収には、積極的效果があることに於いて、重要な役割を果たす概念であり指針であるということである。第162回国会の財政金融委員会（平成17年 4月27日（水曜日））における神田教授の陳述にあるように「悪い買収はとめるべきですが、よい買収はとめるべきではありません。」ということである。企業価値は、その文言自体はいわば一般条項であるから、その具体的内容がどのようなものであるのかは、学説、判例等の蓄積に待つほかないのであるが、その概念の使い方が問題である。そして使い方は概念の運用を大きく左右するのである。たしかに会社を食物にするような買収者もいれば、逆に現時点における会社経営者がそのような者でないとも限らない。そうであれば、そのような会社経営者の保身を目的とする募集株式等発行その他行為は差し止めなければならないということになる。これら場面において、被買収者の取締役は、どのように行為すべきかということが問題になるのである。買収防衛策のあり方では、買収局面において、取締役がどのように行動すべきかに関して、次のように、買収防衛策を運用する際の基本的な考え方を示している¹²⁾。

- ① 取締役会は、株主共同の利益の確保・向上に適わない場合にもかかわらず、株主以外の利害関係者の利益に言及することで、買収防衛策によって保護しようとする利益を不明確としたり、自らの保身を目的として発動要件を幅広く解釈してはならない。
- ② 取締役会は、被買収者の資産を買収者の債務の担保とすることや、被買収者の遊休資産を処分し、その処分利益をもって高配当をさせることが予定されているなど、そのみでは当該買収が株主共同の利益を侵害するとまでは言い難い理由のみをもって、買収防衛策の発動が必要であるとの判断を行ってはならない。
- ③ 取締役会は、合理的な範囲を超えて買収提案の検討期間をいたずらに引き延ばしたり、意図的に繰り返し延長することによって、株主が買収の是非を判断する機会を奪ってはならない。
- ④ 取締役会は、当該買収提案が株主共同の利益を向上させるものか否かという観点から、買収条件、買収が株主共同の利益に与える影響等の買収提案の内容や、買収者の属性・資力等について、真摯な検討を行わなければならない。
- ⑤ 取締役会は、買収条件の改善により当該買収提案が株主共同の利益に資するものとなる可能性がある場合には、買収条件の改善に向けて、買収者との交渉を真摯に行わなければならない。
- ⑥ 取締役会は、株主共同の利益を向上させる買収提案であると判断した場合には、株主総会で株主の意思を問うまでもなく、直ちに買収防衛策の不発動を決議しなければならない。
- ⑦ 取締役会は、株主が買収の是非を判断できるよう、買収提案に対する取締役会の評価等について、できるだけ事実に基づいて、株主に対する説明責任を果たさなければならない。
- ⑧ 取締役会は、特別委員会を設置する場合は、現経営陣からの独立性を実質的に担保するとともに、その勧告内容に従うという判断に関する最終的な責任を負わなければならない。

¹²⁾ 買収防衛策の在り方 5 頁以下。

（２） 敵対的買収における積極的効果

企業価値研究会は、「企業によりM&Aは、日本企業の成長や持続的繁栄に必要な不可欠なものです。株主利益の適切な保護や我が国企業の競争力強化などの観点から、望ましいM&Aルール形成を検討しています。」として、公正なM&Aに関するルール形成に向けた取り組みを進めている¹³⁾。2004年9月16日に、「企業価値研究会」が設置されて以来、2008年6月30日には、企業価値研究会が、買収防衛策の在り方を公表している。買収防衛策の在り方では、最初に、買収防衛策のそもそも論として、敵対的買収には、積極的効果があることを前提にしている¹⁴⁾。すなわち買収の脅威が経営陣に規律を与えることや、買収により株主共同の利益が向上する場合があるというのである。そのような買収防衛策の発動を許容することは、これに応じて株式を買収者に売却する機会を奪うことになるという。

会社とは異なるが国家を考えるならば、株主は国民に置き換えられ、会社を防衛するためという目的は、国家を防衛するためということになる。当然、経済的利益を基準に国民が外国人や他国にといった論理の展開はありえない。もちろん国民は出資しているわけではなく、持株比率が云々されることはない。しかしながら類似の考え方は、会社の場合にも妥当するところがあるのではなかろうか。創業者は、多くの場合、株主であり経営者であるが、会社買収により積極的効果があれば自らは退陣して会社経営権を他人に移譲するなどは通常論外であろう。日本の企業文化からするならば、会社経営が順調なときも不振なときも、営業主を中心として従業員とともに会社発展のために努力するということになる。株主は、その多くが株主であるとともに創業者と人的関係の緊密な者であり、営業主に忠実であり他人の事業に出資することは念頭にない。こういう会社でも、会社買収において、積極的効果がないではない。

公開会社であるからには、株式取得による会社買収に対抗して買収防衛策が導入され発動されることも予測される。同族会社¹⁵⁾であるときは、主要株主の人的関係が緊密であり、所有と経営が一致していることが多いことは否定できないが、買収防衛策の在り方というように、敵対的買収に積極的効果があるということができる。また同族会社であれ、株主間の対立が、会社買収に発展し買収防衛策が発動され、その当否が裁判で争われることもある。株主構成の大幅な変更により現経営陣が一掃され、より多くの利益が株主にもたらされるようになると、企業価値は高められることになり、会社買収は正当化されるわけである。そして企業価値が高まれば、剰余金の配当という形で株主全体の共同の利益に還元されることになる。

小規模閉鎖会社、会社法の区分でいうならば、非大会社である非公開会社の場合には、個人企業が法人成りしており実質的に個人企業そのものであり、特定個人の経営方針が会社運営に色濃く反映されているような場合を考えると、買収防衛策の在り方という積極的効果は、妥当する余地がほとんどない。非公開会社の場合は株式に譲渡制限が付されているので、大会社である場合にも、株式の敵対的買収および買収防衛策の発動がそもそも問題になることがきわめて少ないからである。

（３） 適法・合理的な買収防衛策

企業価値研究会は、実質的な強制力に関して、企業価値報告書の趣旨を具体化した「企業価値指針」を行政が明確に定めるべきことを求めたいとする¹⁶⁾。

M&Aが最も活発であった頃、経済産業省及び法務省は、2005年5月27日に、指針を公表した。指針は、前文で、

¹³⁾ http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/kachikenn.html 経済産業省のホームページに、「企業価値研究会」が設置されて以来の取組みが掲載されている。

¹⁴⁾ 買収防衛策の在り方1頁。

¹⁵⁾ 同族会社の概念は、会社法に規定されていない。法人税法によると、株主3人以下とこれらと政令で定める特殊の関係のある個人及び法人が有する株式が、発行済株式総数の50%を超える場合は同族会社である（同法2条10号）。

¹⁶⁾ 企業価値報告書99頁。

「経済産業省及び法務省は、企業価値、ひいては、株主共同の利益を害する買収に対する合理的な買収防衛策について、それが満たすべき原則を提示することにより、企業買収に対する過剰防衛を防止するとともに、買収防衛策の合理性を高め、もって、企業買収及び企業社会の公正なルール形成を促すことを目的として、指針を定める。…」という。指針には法的拘束力はないが、特に企業買収の場面において、企業活動を規制する基準を明らかにすることを目的としている。これは、経済産業省・法務省の指針の公表と同日に、企業価値研究会が、企業価値報告書を公表し、その趣旨を具体化した「企業価値指針」の策定を行政に求める旨を表明するのと歩調を合わせたものである。

指針は、会社買収防衛策関連の用語について定義する¹⁷⁾。まず買収とは、「会社に影響力を行使しうる程度の数の株式を取得する行為をいう。」として、M&Aの手段とされる行為のうち、特に、株式取得をいうとしている。さらに、買収防衛策とは、「株式会社が資金調達などの事業目的を主要な目的とせず新株又は新株予約権の発行を行うこと等により自己に対する買収の実現を困難にする方策のうち、経営者にとって好ましくない者による買収が開始される前に導入されるものをいう。」とする。敵対的買収に備えてする事前に導入される措置ということになる。企業価値とは、「会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいう。」であり、株主共同の利益とは、「株主全体に共通する利益の総体をいう。」である。

定義から明かなように、「買収防衛策」とは、平時導入・有事発動型の会社買収防衛策である。対策であるから、通常は、事前になされるべきものであろう。しかし裁判で争われる事案は、必ずしも平時導入・有事発動型の会社買収防衛策とは限らない。ニレコ事件は平時導入型の事案であるが、有事において導入・発動される場合もある。ニッポン放送事件およびブルドックソース事件は、いずれも有事導入型の事案である。判例・裁判例の検討は、後にするとして、ここでは指針が適法・合理的であるとする買収防衛策のあり方を概観することにしよう。指針は、買収防衛策は、企業価値・株主共同の利益を確保し向上させるものとなるよう、次の原則に従うものとしなければならないとする¹⁸⁾。

原則１ 企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則

買収防衛策の導入、発動及び廃止は、企業価値、ひいては、株主共同の利益を確保し、又は向上させる目的をもって行うべきであるとして、次の例をあげる。

例① 企業価値・株主共同の利益に明白な侵害をもたらすような買収（グリーンメーラー、焦土化目的の買収など）に対する防衛策

例② 強圧的二段階買収など（株主に株式の売却を事実上強要するおそれのある買収類型）に対する防衛策

例③ 株主の誤信を正したり、代替案の提示機会を確保し、又は買収条件を巡って必要な交渉をするための防衛策

原則２ 事前開示・株主意思の原則

事前開示の原則：防衛策の導入に際し、目的、内容、効果等を開示。

株主意思の原則：①株主総会の決議により導入する場合→株主の意思は反映。

②取締役会の決議により導入する場合→防衛策導入後、株主の意思によって廃止する手段を確保。

原則３ 必要性・相当性確保の原則

¹⁷⁾ 指針１頁以下。

¹⁸⁾ 指針３頁以下、14頁。

株主平等の原則との関係・・・買収者を差別する防衛策でも、商法に基づく正当な手続きを踏めば、導入可能。

財産権保護の原則との関係・・・買収者に財産上の損害を生じさせるおそれがある防衛策でも、商法に基づく正当な手続きを踏めば、導入可能。

経営者の保身のための濫用防止・・・脅威の存在を合理的に認識した上で、当該脅威に対して過剰でない相当な内容の防衛策を発動すべき。

(4) 会社買収防衛策における3原則

適法・合理的な買収防衛策の形成に向けて、前掲のように3原則が立てられているが、さらに詳しく紹介することしよう。

(イ) 企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則

原則1の企業価値・株主共同の利益の確保・向上は、指針の目的であり題名になっていることからわかるように、すべての原則をあまねく照らす大原則であり、また指針の前文にあることから、買収防衛策の合理性を高めその公正なルール形成の中心的テーマであるといえることができる。

『買収防衛策の導入、発動及び廃止は、企業価値、ひいては、株主共同の利益（以下、単に「株主共同の利益」という。）を確保し、又は向上させる目的をもって行うべきである¹⁹⁾。

株式会社は、従業員、取引先など様々な利害関係人との関係を尊重しながら企業価値を高め、最終的には、株主共同の利益を実現することを目的としている。

買収者が株式を買い集め、多数派株主として自己の利益のみを目的として濫用的な会社運営を行うことは、その株式会社の企業価値を損ない、株主共同の利益を害する。また、買収の態様によっては、株主が株式を売却することを事実上強要され、又は、真実の企業価値を反映しない廉価で株式を売却せざるをえない状況に置かれることとなり、株主に財産上の損害を生じさせることとなる。

したがって、株式会社が、特定の株主による支配権の取得について制限を加えることにより、株主共同の利益を確保し、向上させることを内容とする買収防衛策を導入することは、株式会社の存立目的に照らし適法かつ合理的である。』

(ロ) 株主意思の原則

株主は株式会社の実質的所有者であるから、その全員から構成される株主総会により、買収防衛策を導入することができる。定款に買収防衛策に関する定めを置くため定款変更する、あるいは株主総会において買収防衛策を導入する決議をすることができる。第三者に対する特に有利な条件による募集株式・新株予約権の発行も株主総会の特別決議があれば適法であるから、株主に対する影響が小さい事項については、株主総会の普通決議等で買収防衛策を導入することができる。これらは株主による自治の一環として許容される。

株主総会は、取締役を選任・解任する機関であり、取締役会すなわち被選任者である取締役が、選任者である株主の構成を変更することは、法律が予定している権限分配とは整合的でない。しかし意思決定機関としての株主総会は、機動的な機関ではないから、取締役会が株主共同の利益に資する買収防衛策を導入することは一律に否定されない。取締役会決議により買収防衛策が導入されたとしても、株主の総体的意思によってこれを廃止できる手段をもうけている場合には、株主意思の原則に反しない。

¹⁹⁾ 株主共同の利益を確保し、向上させる防衛策の代表的なものとして、ニッポン放送事件で裁判所が、「会社を食い物にしようとしている場合」として指摘した4つの買収類型を引用する。指針4頁、15頁、以下に紹介するニッポン放送事件抗告審決定参照。

（ハ） 必要性・相当性確保の原則

買収防衛策が一定の措置をもって発動されることにより、株主平等の原則や財産権に対する重大な脅威になり、あるいは買収防衛策が経営者の保身のためにされることが懸念される。そこで指針では、「買収防衛策は、株主平等の原則、財産権の保護、経営者の保身のための濫用防止等に配慮し、必要かつ相当な方法によるべきである。」とする。

株主平等の原則に関しては、その有する株式数に応じて比例平等的に扱わなければならないとする原則であり、株主間で異なる取扱いをする買収防衛策については、旧商法上設けられている次のように、株主平等の原則に反することなく、導入することができるとしている²⁰⁾。

① 新株予約権を発行するに際して、新株予約権者が一定割合以上の株式を有しない株主（買収者以外の株主）であることを行使条件とすること

新株予約権を行使する権利は、株主としての権利の内容ではないから、株主平等の原則に違反しない。

② 買収者以外の株主に対して募集株式・新株予約権を発行すること

「新株・新株予約権の引受権は、公開会社の株主には認められておらず、新株・新株予約権の割当ては、株主としての権利とは無関係である²¹⁾ から、買収者以外の株主に対してのみ、新株・新株予約権の割当てを行うことは、株主平等の原則に違反するものではない。」とする。

③ 種類株式の発行

特定の者に拒否権付株式（旧商法222条9項）等の種類株式を発行することは、明文で規定されている株主平等の原則の例外である。

Ⅲ 裁判例に見る企業価値概念の運用

１ ニッポン放送事件における濫用的買収者の概念

（１）事実の概要

Y会社（ニッポン放送）は、AMラジオ業界における売上高一位のラジオ局である。A会社（フジテレビジョン）は、以前よりYの発行済株式総数の12.39%を保有するYの株主であった。Aの取締役のうち4名は、Yの取締役を兼務している。またYは、B（フジサンケイグループ）の一員であり、Aの発行済株式総数の22.5%を保有している。X会社（ライブドア）は、コンピュータネットワーク事業を主たる事業内容とする株式会社である。

平成17年1月17日、Aは、Yの経営権を獲得することを目的とし、Yのすべての発行済株式の取得するため公開買付けを開始することを決定した（「本件公開買付け」という）。Aは、本件公開買付け終了の同年3月7日までに、Yの発行済株式総数の36.47%を保有するYの株主となった。本件公開買付け期間中に、東京証券取引所のToSTNeT-1を利用した取引によって、Xとその子会社であるKは、Yの発行済株式総数の約35.0%の割合の普通株式を保有する株主となり、同日には、XとKを通じて保有する株式は、発行済株式総数の42.23%になった。

平成17年2月23日、Yは、取締役会において、すべての新株予約権をAに割り当てるとする新株予約権（「本件新株予約権」という）の発行を決議した。本件新株予約権が全て行使された場合に発行される株式数4720万株は、従

²⁰⁾ 指針6頁以下。

²¹⁾ 新株（募集株式）の割当ては、株主としての権利とは無関係ではなく、公開会社の場合も公開会社でない場合も、株主は、その持株数に応じて、募集株式の割当てを受ける権利を有すると考える。すなわち旧商法および会社法は、授權資本制度を採用しており、会社法の場合は公開会社において、迅速かつ機動的な資金調達を可能にすることを前提として、これが優先することを法が規定していると解する（旧商法166条4項・280条ノ2、会社法201条1項・199条1項2項）。新株予約権の場合も同様に解する。前掲・註（11）18頁以下参照。

来の発行済株式総数の約1.44倍にあたる。本件新株予約権がすべて行使されて普通株式に転換された場合、XによるY株式の保有割合は、約42%から約17%へと減少し、一方で、Aの保有割合は、新株予約権を行使した場合に取得する株式数だけでも約59%になる。

Xは、本件新株予約権の発行について、①特に有利な条件による発行であるのに株主総会の特別決議（旧商法280条ノ21第1項）がないため、法令に違反していること、②著しく不公正な方法による発行であることを理由として、これを仮に差し止めることを求めた。

原審仮処分決定は、本件新株予約権の発行は、「著しく不公正ナル方法」による発行に当たると判示した。原審異議審決定は、Xの本件仮処分命令申立てには、理由があると認められるから、これを認容した原決定は正当であるとした。これに対して、Yがこれら決定の取消し等を求めて抗告した²²⁾。

（２）「特段の事情」があるとき

裁判所は、抗告審決定において、「…会社の経営支配権に現に争いが生じている場面において、株式の敵対的買収によって経営支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、現経営者又はこれを支持し事実上の影響力を及ぼしている特定の株主の経営支配権を維持・確保することを主要な目的として新株予約権の発行がされた場合には、原則として、商法280条ノ39第4項が準用する280条ノ10にいう「著しく不公正ナル方法」による新株予約権の発行に該当するものと解するのが相当である。…」と判示するように、新株予約権の発行が正当なものとして許容されるか否かについては、基本的に主要目的ルールが用いられている。原審仮処分決定および原審異議審決定においても同様である²³⁾。

裁判所は、抗告審決定において、「株主全体の利益の保護という観点から新株予約権の発行を正当化する特段の事情がある場合には、例外的に、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする発行も不公正発行に該当しないと解すべきである。」と判示しているように、新株予約権発行の正当化事由として、特段の事情があれば、例外的に会社支配権の維持・確保を主要な目的とする新株予約権の発行も不公正発行にはならないとする。原審仮処分決定および原審異議審決定においても同様である²⁴⁾。特段の事情とは、株主全体の利益保護の観点から当該新株予約権の発行を正当化する事情である。

（い） 抗告審決定

裁判所は、抗告審決定において、「経営支配権の維持・確保を主要な目的とする新株予約権発行が許されないのは、取締役は会社の所有者たる株主の信託に基礎を置くものであるから、株主全体の利益の保護という観点から新株予約権の発行を正当化する特段の事情がある場合には、例外的に、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする発行も不公正発行に該当しないと解すべきである。」として次の4つの事例を挙げる²⁵⁾。①敵対的買収者が、いわゆるグリーンメイラーである場合。これは株式の高値買取りを目論み株式の取得を行うことである。②いわゆる焦土化経営の目的で株式を取得する場合。これは標的会社の事業経営上必要な知的財産権、ノウハウ、企業秘密情報、主要取引先や顧客等を当該買収者その他関係会社等に移譲させるなどする。③標的会社の資産を当該買収者その他

²²⁾ (抗告審決定) 前掲・註(4)、(原審異議審決定) 東京地決平成17年3月16日金融・商事判例1213号21頁、資料版商事法務252号294頁、(原審仮処分決定) 東京地決平成17年3月11日金融・商事判例1213号2頁、資料版商事法務252号275頁。拙稿・前掲註(4) 183頁、および207頁註(1) で引用の文献参照。

²³⁾ 金融・商事判例1214号14頁、同1213号9頁・22頁。

²⁴⁾ 金融・商事判例1214号14頁、同1213号9頁・22頁。「修正主要目的ルール」として紹介されることがある。上田純子「第六節 企業買収・組織再編」浜田道代=久保利英明=稲葉威雄編『専門訴訟講座⑦ 会社訴訟 ― 訴訟・非訟・仮処分 ―』118頁以下、120頁(2013年)。

²⁵⁾ 金融・商事判例1214号14頁以下。

関係会社等の債務の担保や弁済原資として流用する予定で株式を取得する場合。④会社財産の処分利益をもって一時的な高配当をさせるかあるいは一時的な高配当による株価の急上昇の機会を狙って株式の高値売り抜けをする目的とする株式を取得する場合。

このように標的会社を食物にしようとしている場合には、濫用目的をもってする株式の取得にあたり、当該敵対的買収者は株主として保護するに値しないと、「取締役会は、対抗手段として必要性や相当性が認められる限り、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする新株予約権の発行を行うことが正当なものとして許されると解すべきである。」とする。すなわち現に会社支配権に関する争いが生じている場合に、会社の経営支配権を維持する目的で新株予約権が発行された場合には、主要目的ルールにより、新株予約権の発行が差し止められることがあるが、株主全体の利益保護の観点から当該新株予約権発行を正当化する特段の事情がある場合には、「具体的には、敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情があることを会社が疎明、立証した場合には、会社の経営支配権の帰属に影響を及ぼすような新株予約権の発行を差し止めることはできない。」とする²⁶⁾。

本件新株予約権の発行を正当化する特段の事情については、XがYの事業や資産を食物にするような目的で株式の敵対的買収をしていると認める資料はないとし、XによるYの経営支配による企業価値の毀損のおそれとBに属してYを経営支配することの企業価値との対比について、YがBにとどまりAの子会社となって経営されることがより企業価値を高めることから、企業防衛のための新株予約権の発行であると、Yが主張したことに対して、これらは経営判断の法理にかんがみ司法手続の中で裁判所が判断するのに適しないとして、結局、「XがYの支配株主となった場合に、Yに回復し難い損害が生ずることを認めるに足りる資料はなく、また、Xが真摯に合理的な経営を目指すものでない」とまでいうことはできない」と判示した。

（ii）原審仮処分決定

裁判所は、原審仮処分決定では、特段の事情に関して、株主全体の利益保護の観点から公正で明確なルールが定められることが期待されるとし、さらに「企業価値とは、会社ひいては株主全体の利益をいうものと解することができる」とし、特定の株主の支配権取得によりかかる利益が毀損される場合には、取締役はこれを防止することを目的としてそのために相当な手段をとることが許される場合があるというべきである。他方、現経営陣の支配権の維持を主たる目的とする新株予約権の発行が原則として許されないことからすると、企業価値の毀損防止のための手段として新株予約権の発行を正当化する特段の事情があるというためには、特定の株主の支配権取得により企業価値が著しく毀損されることが明らかであることを要すると解すべきである。」と判示する²⁷⁾。

そして裁判所がこの判断を行うにあたっては、株主と同一の立場に立って、双方の事業計画や収益見通しを比較し、いずれが合理的かという観点から行うのではなく、Yの疎明とXの疎明を総合して、Xによる支配権取得がYに回復しがたい損害をもたらすことが明らかといえるか、Xが提示した事業計画に合理性が認められず、真摯に合理的な経営を目指すものということができないかという観点から行うべきである、とした上で、（ア）YがXの子会社となることによる損失、（イ）YがXの子会社となることによる収益の向上、について審理し、「YがXの子会社となった場合に、YがBから離脱することによりYやその子会社の売上げ及び粗利益がYが主張するとおり減少し、その一方で、Xとの事業提携によって収益が向上することが期待できず、Xによる支配権取得がYに回復しがたい損害をもたらすことが明らかとはいえないし、Xが真摯に合理的な経営を目指すものではないともいえない。」

²⁶⁾ 金融・商事判例1214号15頁。

²⁷⁾ 金融・商事判例1214号9頁以下。

と判示する。

(iii) 原審異議審決定

機関権限の分配秩序は、取締役を選任しその権限の正当性が会社の所有者である株主にあることから、その会社支配権維持を目的として、株主構成を変更するような新株予約権の発行は、取締役の権限を越えた違法な発行であるとする。裁判所は、機関権限分配秩序説に基づき、「株主全体の利益の保護という観点から新株予約権発行を正当化する特段の事情がある場合には、例外的に、支配権の維持・確保を主要な目的とする発行も不公正発行に該当しないと解する余地がある。」と判示する。そして特段の事情により、買収防衛策としてする新株予約権の発行を正当化できる余地があることを明確にしている。ただし特段の事情がある場合に、例外的に、支配権の維持・確保を目的とする新株予約権の発行も不公正な発行に該当しないと解するが、これを制限的に解し、取締役会決議による新株予約権の発行に手段の相当性が認められる範囲に限定されたとする。

なお債務者が、正当化のための特段の事情（企業価値の毀損防止）につき明白性まで立証しなければならないとするのは誤りであるとの主張に対して、裁判所は、会社支配権に現に争いがある場合に、支配権の維持・確保を主要な目的とする新株予約権の発行は原則として不公正発行にあたるとしつつ、例外的にこれを正当化するための特段の事情は、抗弁事実として債務者が主張立証責任を負うと解すべきであるとする。原決定は、疎明を超える立証を要求したのではなく、債務者が主張し疎明の対象とすることができる抗弁事実の内容を限定的に解しているにすぎないから、仮処分の性質に反しないと解する。仮処分における手続きに対する債務者の解釈を説明するとともに、抗弁事実としての特段の事情の範囲を制限的に解すべきとする原審仮処分決定の判断を正当なものとしている。ニッポン放送事件は、有事導入型の事案ではあるが、また平時導入の場合は、債権者がグリーンメイラーであるような場合という状況が具体的な事実として存しないことになるが、買収防衛策の導入に際して、企業価値・株主共同の利益の観点から、買収防衛策が差し止められることがないために、債務者がいかなる措置を講ずることができるか、裁判において、どのような抗弁事実を主張できるかということに対する突っ込んだ説示はないが、どのような具体的な措置を講ずることが可能かということは一つの課題として残る。

(3) 企業価値に関する裁判所の判断

(i) 企業価値とは何か

現経営陣の支配権の維持を主たる目的とする新株予約権の発行は原則として許されない、ただし特段の事情があれば新株予約権の発行が正当化されることがあるとする。ニッポン放送事件の原審仮処分決定において示された考え方は、原審異議審決定および抗告審決定においても、これを採用している²⁸⁾。すなわちXが、募集株式等発行の主要目的が会社支配権の維持・確保であることを請求原因事実として疎明したときは、原則として不公正発行と認めるとする。これに対してYが、企業価値の観点から募集株式等発行を認めるべき特段の事情があることを抗弁事実として疎明したときは、会社支配権の維持・確保を目的とする募集株式等発行であれ、これを例外的に許容するとするものであり、主要目的ルールを、要件事実的手法でより精緻化し透明度の高いルールに深化させたとする見方がある²⁹⁾。それとともにもう一つの意義は、企業価値・株主共同の利益の観点から、会社が、新株予約権の発行を正当化する特段の事情を疎明、立証したときは、新株予約権の発行が適法になる余地を認めたことよりも、その余地がきわめて小さいものであること、すなわち敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情を会社が疎明、証明した場合に限られるとする

²⁸⁾ 洲崎博『会社法コメンタール6 ― 新株予約権』109頁（247条）〔江頭憲治郎編集〕（2009年）。

²⁹⁾ 河野玄逸・北川恵子「M&A時代に求められる企業防衛ルール ― ニッポン放送仮処分事件で示された最新の司法判断 ―」30頁（2005年）。

見解³⁰⁾ が示すように、そもそも特段の事情は新株予約権の発行を正当化する事由であるということである。ニッポン放送事件では、有事において、取締役が突如として新株予約権を発行し結果として自らを選任する株主構成に変更を加えることの当否が審理されたのであるが、平時に買収防衛策を導入する場合には、そもそもが特段の事情が顕在化していない状況にあることから、また防衛措置としてどのような手段を選択するかによっても、企業価値が毀損されることのないような手続きを準備することができ、さらに経営者の支配権維持ないし保身のための措置であるとされることを少なくする防衛策を設計・導入することができる³¹⁾。

企業価値に関する観点から、新株予約権の発行を許容すべきか否かということを判断するについては、さらに具体的に、当該会社の現経営陣の現在および将来の事業計画と敵対的買収者の事業計画等を比較しなければ、株主はどちらが企業価値を高めることになり、ひいては株主全体の共同利益につながるのかを判断することができない。そしてそれを比較検討したうえで、いずれかを選択するのは株主の役割である。しかしながら、企業価値という概念自体一般的な表現であるから、これにどのような内容を盛り込むかは、きわめて困難である。時系列的な問題もあるであろうし、かならずしも数値として評価できる基準ではないからである³²⁾。そして極端な言い方をすれば、株主の利益は株主が選択すると考えるのであれば、裁判所はこれに立ち入ることができないわけである。会社の経営に対する司法判断という観点からすれば、企業価値に対する判断に関して、裁判所が、債権者と債務者の双方のいずれの事業計画が優れているのかを判断することはできない。裁判所の指摘するように、敵対的買収者の会社支配権取得により会社に回復しがたい損害が発生するようことを、会社が疎明、証明するのであれば新株予約権発行を正当化する特段の事情があると解することができるとともに、このような切り口で企業価値、株主共同の利益を把握すべきことになろう。しかし少なくとも、客観的に見て、財産の増減や収益の増減を具体的な数値で計算できるのであれば、そのかぎりでは企業価値は増減しているということが出来る。ニッポン放送事件においても、原審以来事実上争点とされている。

（ii）原審仮処分決定の見解

ニッポン放送事件の決定はいずれも、会社の支配権に現に争いがある場合に、支配権の維持・確保を目的とする新株予約権を発行することが許容されるのは特段の事情がある場合に限るとする公式にあてはめる形になっている。特段の事情は、企業価値・株主共同の利益の観点からその有無が判断されるべき事項である。原審異議審決定および抗告審決定では、企業価値の意義について特に検討しているわけではないが、原審仮処分決定において、裁判所は、企業価値の意義を検討し次のように述べる。企業価値とは、会社ひいては株主全体の利益をいうものと解する。そして①特定の株主の支配権取得によりかかる利益が毀損される場合には、取締役はこれを防止することを目的としてそのために相当な手段をとることが許される場合があるというべきである。②他方、現経営陣の支配権の維持を主たる目的とする新株予約権の発行が原則として許されないことからすると、企業価値の毀損防止のための手段として新株予約権の発行を正当化する特段の事情があるというためには、特定の株主の支配権取得により企業価値が著しく毀損されることが明らかであることを要すると解すべきである。さらに③会社には、株主のほかにも、従業員・取引先・顧客・地域社会などの利害関係者が存在し、これら利害関係者の利益を高めることは、長期的には株主全体の利益にも沿うということが出来るから、企業価値の検討にあたっては、これら利害関係者の利益をも考

³⁰⁾ 田中亘「買収防衛策と判例の展開 ― ニッポン放送事件からの流れ」ジュリスト1346号9頁（2007年）。

³¹⁾ 指針88頁、武井一浩「企業価値報告書・買収防衛指針と買収防衛策の実務」別冊商事法務編集部編前掲註（５）136頁。

³²⁾ 抗告審決定において、最判所は、「経営支配の変化した直後の短期的事情による判断評価のみでこと足りず、経済事情、社会的・文化的な国民意識の変化、事業内容にかかわる技術革新の状況の発展などを見据えた中長期的展望の下に判断しなければならない場合が多」いとす。金融・商事判例1214号16頁。

慮する必要があると一応いうことができる。いずれも新株予約権の発行が許容されるか否かの判断が、企業価値の観点からなされるべきことをその内容とする。①は手段の相当性、②は新株予約権の発行を正当化する特段の事情について、③は利害関係者の利益の考慮についていう。

さらに企業価値の毀損のおそれに関して、「裁判所の判断の対象となるのは、Xの支配権取得により企業価値が著しく毀損されることが明らかといえるかどうかという点である。これに加えて、現経営陣側は事業内容を知り尽くしているのに対し、買収者側は必ずしも事業内容を熟知していない点で事業計画を立案する上で平等な立場にならないことも考慮する必要がある。…そうであれば、裁判所がこの判断を行うにあたっては、株主と同一の立場に立って、双方の事業計画や収益見通しを比較し、いずれが合理的かという観点から行うのではなく、Yの疎明とXの疎明を総合して、Xによる支配権取得がYに回復しがたい損害をもたらすことが明らかといえるか、Xが提示した事業計画に合理性が認められず、真摯に合理的な経営を目指すものということができるかという観点から行うべきである。そして、こうした観点から審査を行い、Xの支配権取得により企業価値が著しく毀損されることが明らかとはいえない場合、現経営陣及び買収者のいずれの事業計画が合理的かの判断は、会社支配権の争奪に対する取締役の違法な関与を排除した上で、株主によってなされるべきものである。」とする。

原審仮処分決定に関しては、「YがXの子会社となった場合に、YがBから離脱することによりYやその子会社の売上げ及び粗利益がYが主張するとおり減少し、その一方で、Xとの事業提携によって収益が向上することが期待できず、Xによる支配権取得がYに回復しがたい損害をもたらすことが明らかとはいえない」と判示していることから明らかに、YがXの子会社となりYがBから離脱して事業を展開すること、Xとの事業提携により収益が増加することについては、相当程度の計算が可能であるから、これを評価することができる。そうすると双方の事業計画や収益見通しを比較して、いずれが合理的かという観点から計算することは可能であり、企業価値の評価にこれを反映させることも間違いではないように思われる。裁判所は、Yは、YがXの子会社となり、Bから離脱すると、放送事業のうち看板放送である野球放送について契約を打ち切られるなど収入が激減すること、BとしてのYのブランド価値も失われると主張したが、これらはいずれもその疎明がないということである。逆に、疎明、証明があれば、裁判所は、それらを総合して、Xによる会社支配権取得がYに回復しがたい損害が発生するかなかを判断することができるのでから、裁判所がいずれの事業計画が合理的かということ判断するのではなく、株主が選択することになるとして、判断できないとすることには必ずしも判然としないものがある。

(iii) 濫用目的の株式取得

会社買収が濫用であるということになれば、その過程で行われる対抗措置、たとえば第三者割当てを主要目的ルールで差し止めることができない。会社を食い物にするような株式取得による会社支配を認めるわけにはいかなからである。なにがあっても株主の利益を守らなければならないということになる。場合によっては、形式的に株主平等の原則に反することがあってもやむを得ないということである。企業価値・株主共同の利益は、まさにこのような場合に、基礎となる概念である。買収者が、真摯に合理的な経営を目指すものではないにもかかわらず株式を取得するならば、買収者の会社支配権取得により対象会社の株主の利益を期待することはできない。そのような株式取得には濫用目的があるとして、現在の経営者支配を維持することにより、株主全体の利益を保護する措置を認めるべきである。しかしその場合において、いかなる対抗措置でも許容されるわけではないことは当然のことである。抗告審決定において、裁判所は、「取締役会は、対抗手段として必要性や相当性が認められる限り、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする新株予約権の発行を行うことが正当なものとして許されると解すべきである。」と判示している。

特段の事情が認定され、必要性や相当性が認められる限り、会社支配権が争われているときに行われる募集株式等発行は、それが会社支配権の維持・確保を目的とするものであっても許容される。Yが採った大量の新株予約権発行は、Bの一員からはずれXの子会社になることを阻止するための会社防衛措置である。会社支配権の維持・確保を目的とするものである。XがYの株式取得により会社支配権を獲得し、会社経営に参加することによって、Yの企業価値が損なわれることがあってはならないであろうし、株主共同の利益が損なわれることがあってはならない。そしてYの対抗措置も企業価値を毀損するものであってはならない。一般的に募集株式等発行は、取締役会設置会社であれば、必要に応じてその権限内の決議によってすることができる事項である。当該募集株式等発行が、企業価値を毀損することが明らかであれば、それは著しく不公正な方法による発行であるから、これを差し止めることができる（会社法210条2号・247条2号）。会社支配権に争いがあるとき、対抗措置としてする募集株式等発行は、通常、企業価値や主要目的ルールの観点から差し止められることがある。主要目的ルールは、権限分配秩序に沿った募集株式等発行可否かという問題である。Yの対抗措置会社防衛のためにする新株予約権発行が、取締役会に与えられた権限を逸脱することがあってはならないということである。企業価値は、株主共同の利益に還元されるわけであるから、会社の経営支配権に関する争いがある場合に募集株式等発行が問題になっているとき、いずれの側の採る措置も企業価値の観点からその当否が検討されうる。この点、原審仮処分決定は、前述のように「Xによる支配権取得がYに回復しがたい損害をもたらすことが明らかといえるか、Xが提示した事業計画に合理性が認められず、真摯に合理的な経営を目指すものということができるか」という観点から行うべきである。」とする。しかしその趣旨が、Xの支配権取得に関して、企業価値が著しく毀損されることが明らかとはいえない範囲でこれを許容するものであれば問題なしとしない。原審異議審決定についても同様である。抗告審決定は、Yの企業価値毀損の防止策について、特段の事情が抗弁事由であることから、「特段の事情の有無は、基本的には買収者による支配権の獲得が株主全体の利益を回復し難いほどに害するものであるか否かによって判断すべきである。」とする。これも問題があるのではなかろうかと思う。そのことによって債務者会社が、結果的に対抗措置を正当化する余地が狭められ企業価値が毀損されるおそれがあるからである。濫用目的の株式取得は、個々の事件において、その内容が種々ありうる特段の事情の一つとして、当該募集株式等発行が正当化される事情である。ニッポン放送事件において裁判所が示した4個の具体例は、明示的なものとして会社実務において有益であるとともに、濫用か否かということについて、その慎重な運用が望まれるところである。

2 ニレコ事件における新株予約権発行

ニレコ事件において採用された買収防衛策は、実際に会社買収者が出現してから導入されたものではなく事前に準備されたものである。いわゆる平時導入型の買収防衛策である。ニレコ事件およびニッポン放送事件の各決定は、すべて平成17年に出された決定である。企業価値研究会において議論が進められていた頃である。ニッポン放送事件の原審仮処分決定において、裁判所は、主要目的ルールのもとで、募集株式等発行が原則として許容されず、特段の事情がある場合にのみ、例外的に正当化されるにすぎないが、このことは事前の買収防衛策を講じることが否定される趣旨ではないとし、敵対的買収に備えて会社がなし得る対抗策に関して、その内容、基準、社外取締役の関与、株主総会の承認など導入に際しての手順が議論され、公正かつ明確なルールが定められることが期待されるとする³³⁾。ニレコ事件は、取締役会決議とする平時導入型の新株予約権の発行による買収防衛策の構築が問題になった事件であり、当該事案における買収防衛策導入の手続きに関する裁判所の判断から、企業価値と新株予約権発行に関連して少なからず有益な示唆を得ることができる³⁴⁾。

³³⁾ 金融・商事判例1213号9頁。

(1) ニレコ・プラン

ニレコ事件において、Y会社（株式会社ニレコ）の取締役会は、敵対的買収防衛策として「株式会社ニレコ新株予約権発行要項」（以下、「本発行要項」という。）に基づき新株予約権（以下、「本件新株予約権」という。）の無償発行に関する内容を記載した「セキュリティ・プラン」（以下「ニレコ・プラン」という。）の導入を決議し、「企業価値向上に向けた取組みについて（平成18年3月期の重点施策および株主割当による新株予約権の無償発行に関するお知らせ）」と題する文書をもって、その内容をジャスダック市場向けに公表した。これに対して、Yの株主であるXが、現に手続中の本件新株予約権の発行差止めを求めた。本発行要項は次のとおりである。

ア 新株予約権発行の目的（1項）

Yは、Yに対する濫用的な買収等によってYの企業価値が害されることを未然に防止し、Yに対する買収等の提案がなされた場合に、Yの企業価値の最大化を達成するための合理的な手段として用いることを目的として、本発行要項に定める新株予約権を発行する。

イ 割当日及び割当方法（3項）

平成17年3月31日最終の株主名簿又は実質株主名簿に記載又は記録された株主に対し、その所有株式（Yの有する普通株式を除く。）1株につき2個の割合で新株予約権を割り当てる。

なお、新株予約権の割当基準日（権利確定日）である平成17年3月31日の株主名簿に株主として登載されるためには、基準日から起算して4営業日前までに株式を購入する必要があるが、本件では、同月25日の金曜日までにY株式を購入しなければ本件新株予約権の割当てを受けることができない（3月25日を「権利付け最終日」といい、その翌々日の3月28日（月曜日）を「権利落ち日」という。なお、3月25日はYの平成17年3月期末配当の権利付け最終日、3月28日は権利落ち日でもある。）（乙49）。

ウ 発行する新株予約権の総数（4項）

平成17年3月31日の発行済株式数（ただし、Yの有するY普通株式の数を除く。）に2を乗じた数を上限とする。なお、新株予約権1個当たりの目的となる株式の数は1株とする。

エ 各新株予約権の発行価額（5項）

無償とする。

オ 新株予約権の発行日（7項）

平成17年6月16日

カ 各新株予約権の行使に際して払込みをなすべき額（9項）

各新株予約権の行使に際して払込みをなすべき額（以下「払込価額」という。）は1円とする。

キ 新株予約権の行使期間（11項）

平成17年6月16日から平成20年6月16日までとする。

ク 新株予約権の行使の条件（12項）

新株予約権者が新株予約権を行使することができるのは、平成17年4月1日から平成20年6月16日までの間に手続開始要件が満たされた場合でなければならない。

手続開始要件は、特定株式保有者の存在をYの取締役会が認識し、公表したことである。

³⁴⁾ 株式分割による事前警告型の買収防衛策であるが、株主総会決議を経ずに取締役会決議により導入され、企業価値との関連において重要な判示をする裁判例がある。（日本技術開発事件）東京地決平成17年7月29日金融・商事判例1222号4頁。裁判所は、取締役会が当該対抗策を採ることが許容される基準について、株主全体の利益保護の観点から相当な手段をとることが許容される場合があるとする。

特定株式保有者とは、公開買付者等であって、その者及びその者と一定の関係にある者が、Yの発行済議決権付株式総数の20パーセント以上を保有する場合の当該保有者をいう。

新株予約権の行使は、新株予約権の割当てを受けた者が、その割当てを受けた新株予約権についてのみ行える。

ケ 新株予約権の消却事由及び消却の条件（13項）

① Yは、手続開始要件が成就するまでの間、取締役会が企業価値の最大化のために必要があると認めたときは、取締役会の決議をもって新株予約権の発行日以降において取締役会の定める日に、新株予約権の全部を一斉に無償で消却することができる。

② Yは、手続開始要件が成就するまでの間、取締役会が上記アに定める目的を達成するための新たな制度の導入に際して必要があると認めたときは、取締役会の決議をもって新株予約権の発行日以降において取締役会の定める日に、新株予約権の全部を一斉に無償で消却することができる。

③ なお、消却事由及び消却条件は、あらかじめ株主に開示される。

コ 新株予約権の譲渡制限（14項）

新株予約権の譲渡については、Yの取締役会の承認を要する。ただし、Yの取締役会は、譲渡の承認を行わない。

（２）既存株主の損害と企業価値

ニレコ・プランは、本発行要項に基づき、「Yに対する濫用的な買収等によってYの企業価値が害されることを未然に防止し、Yに対する買収等の提案がなされた場合に、Yの企業価値の最大化を達成するための合理的な手段として用いることを目的」として、割当基準日の株主に発行価額を無償として新株予約権を割り当てるものである。例えば、割当基準日現在において株主でなかった者が、その後、発行済株式総数の20パーセントの株式を保有するに至り、特定株式保有者と認定され、ニレコ・プランに従い新株予約権が行使されて新株が発行された場合には、その保有割合は約7パーセント程度に希釈され、Yの経営支配権に対する影響力は一挙に低下する。いわゆるポイズン・ピルと呼ばれる買収防衛策である。

抗告審決定では、「Xを含む既存株主にとっては、将来、敵対的買収者（特定株式保有者）が出現し、新株予約権が行使され新株が発行された場合には、その取得する新株によって、株価の値下がり等による不利益を回復できるという担保はあるものの、既存株主としても、本件新株予約権の譲渡が禁止されているため、敵対的買収者が出現して新株が発行されない限りは、新株予約権を譲渡することにより、上記のような株価低迷に対する損失をてん補する手立てはないから、既存株主が被る上記のような損害を否定することはできない。このような損害は、敵対的買収者以外の一般投資家である既存株主が受忍しなければならない損害であるということとはできない。」とし、結論的に、「一定の場合に取締役会が本件新株予約権を消却しない旨の決議を行うことができるとして、現実の新株発行手続が一定の制限に服することを定めるものではあるが、本件新株予約権が行使され新株が発行された場合には、債権者を含めた既存株主が予測し難い損害を被るものであるから、債務者の取締役会に与えられている権限を逸脱してなされた著しく不公正な方法によるものといわざるを得ない。」として、原審仮処分決定およびこれを認可した異議審決定は正当であるとして抗告を棄却した。

ところで新株予約権の発行権限は、会社法の下では公開会社の場合、旧商法の下では通常、取締役会の権限である（会社法238条2項・240条1項、旧商法280条ノ20第2項）。権限分配秩序に関する会社法および旧商法における法の趣旨は、取締役は自らを選任する権限を有する株主の構成を変更する権限を有しないとする³⁵⁾。同様に、取締役は、取締役会の構成員として株主から選任され、会社との関係において善管注意義務・忠実義務を負うのである

³⁵⁾ 拙稿・前掲註（11）16頁。

から、授權資本制度の下で、取締役会の決議によって募集株式等発行が決議され、代表取締役は、会社を代表して会社のために、ひいては株主共同の利益のために、取締役と共に忠実に任務を遂行しなければならない。株主は会社の所有者であるから、また取締役は自らを選任してくれた株主と信頼関係にあるということができるのであり、株主に損害が被ることがないように注意を尽くす義務があるということが出来る。募集株式等発行に関する取締役会の権限行使にさいしては、こうした法の趣旨を遵守して、企業価値・株主共同の利益を配慮した手続きによらなければならない。

前掲のように、本発行要項は、企業価値・株主共同の利益に配慮した手続きとして考案されたものではあるが、抗告審決定では、既存株主が被る損害を否定することはできないと判示している。本件新株予約権発行の適法性に関しては、その発行自体によって、買収者と無関係な株主に不測の損害が発生するからには、そのことから著しく不公正な方法によるものであり、事前にその発行を差し止めることができないからではないということになろう³⁶⁾。ニレコ・プランとは異なる方法として、敵対的買収者が出現したときに新株予約権を付与する方法、たとえば事前警告型ライツプランや信託型ライツプランなどがある。ただし信託型ライツプランの場合には、新株予約権を事前に信託銀行に対して発行しておく方法である。有事において、新株予約権の買収者の出現に関する行使条件が充足したときはじめて、信託銀行からそのときの株主に対して新株予約権を割り当て交付し予約権を確定する。これらプランは、敵対的買収者が出現するまでは株主に対する新株予約権の発行がないので、既存株主の具体的損害がなく、原則的に取締役会決議で導入することが可能である。また手続的にも、会社が新株予約権を発行する前に、債権者としてこれを差し止めることは手続的にも困難であると解せられる（民事保全法23条2項）。「債権者に生ずる著しい損害又は急迫の危険」の要件が、さしあたり存しないからである³⁷⁾。さらにこれらプランのうち、信託型ライツプランは、信託銀行が介在し費用がかさむこともあり、実際にはその圧倒的多数が事前警告型ライツプランである³⁸⁾。

（３）手段の相当性

原審仮処分決定および異議審決定は、事前の対抗策として、取締役会決議により新株予約権を発行することが適法となる要件を次のように提示し、これらを検討した結果、本件新株予約権の発行は差し止められるべきであると判示した³⁹⁾。

- ① 株主総会の意思が反映される仕組みになっていること
- ② 新株予約権の行使条件成就について、取締役会の恣意的判断を防止する仕組みになっていること
- ③ 新株予約権の発行が、会社買収と無関係の株主に不測の損害を与えない仕組みになっていること

これら要件を総合的に判断して、事前の対抗策として相当な方法によるものである場合には、将来出現する敵対的買収者の持株比率を低下させる目的とする新株予約権の発行も適法になり、その発行を差し止めることはできないとする⁴⁰⁾。公正で明確なルールの形成は、ニレコ事件の各決定が出された当時、企業価値研究会において活発に議論されていたところである。

³⁶⁾ 拙稿・前掲註（11）20頁・27頁。抗告審決定では、既存株主が被るいわれのない損害について、その輪郭を明確にしているということが出来る。藤原俊雄「敵対的買収対抗策としての新株予約権の発行（3）・完 — ニッポン放送事件およびニレコ事件の検討を中心として —」民事法情報234号15頁（2006年）。

³⁷⁾ 藤原・前掲註（36）15頁。この点に関するニレコ事件の抗告審決定につき、金融・商事判例1219号17頁以下。

³⁸⁾ 株式会社レコフデータ・前掲註（1）32頁。

³⁹⁾ 金商・商事判例1218号15頁、金融・商事判例1219号28頁。

⁴⁰⁾ 清水 俊彦=猪木 俊宏「ニレコ・ポイズンピル差し止めの衝撃 — 東京地決平成17・6・1（商事法務1734号37頁）」NBL812号126頁（2005年）。

（イ） 株主総会決議による導入

指針では、株主総会は、会社の実質的所有者である株主によって構成される最高意思決定機関として、株主共同の利益の保護のために買収防衛策を導入することができるとしている⁴¹⁾。また会社法および旧商法は、既存株主に不利益が発生するにもかかわらず、一定の場合に株主総会決議により新株予約権を発行することができることを規定している⁴²⁾（会社法240条1項・238条2項3項、旧商法208条ノ21）。買収防衛策として採られる株主総会決議による新株予約権の発行により会社が達成しようとする目的は、特定の買収者の持株比率を一挙に低下させることにより買収の意欲を削ぎ会社買収を断念させ会社を防衛することである。そしてこのような防衛策としての新株予約権発行が適法となるためには、それを決議する機関の如何に関わらず、企業価値・株主共同の利益の衡量を配慮しなければならない。会社の買収防衛の基本には、企業価値・株主共同の利益がなければならないからである。そこには新たな企業社会のルールとして一定の基準が形成される可能性がある。株主総会による買収防衛策の導入は、多くの場合において無難な選択肢であることには違いない。株主総会決議によって買収防衛策を導入する会社が、実際非常に多いことがそのことを物語っている⁴³⁾。

（ロ） 取締役会決議による導入

新株予約権の発行権限は、公開会社の場合原則として取締役会にあるのであるから、株主意思を軽視する手続でなければ、かならずしも株主総会決議が必要であるとまではいうことができない⁴⁴⁾。たとえば取締役会決議によるポイズンピルの導入に関して、新たな取締役には消却権限がないとするいわゆるデッドハンド条項⁴⁵⁾を付けているような場合には、指針がいうように、株主の総体的意思によって廃止できる手段（消極的な承認を得る手段）が設定されていないことになり、株主の合理的意思に依拠しないことになる⁴⁶⁾。消却条件等について取締役会に裁量権を認めること自体は、当該新株予約権の発行が不公正であるということとはできないが、こうした条項を有する新株予約権発行プランが、企業価値・株主共同の利益の観点から総合的に著しく不公正な方法となることもあろう。あるいは一定期間ごとに新株予約権発行による買収防衛プランを見直すいわゆるサンセット条項を設定する方法がある。サンセット条項により、株主意思を合理的に配慮し会社経営方針に反映させることで、企業価値・株主共同の利益が保護され、取締役会決議による買収防衛策の導入における適法性を確保することができる⁴⁷⁾。

⁴¹⁾ 指針6頁。

⁴²⁾ 拙稿・前掲註（11）28頁。

⁴³⁾ 三菱東京UFJ信託銀行証券代行部編『買収防衛策の導入傾向と事例分析 ― 平成26年6月総会会社の実態 ―』7頁（2011年）。

⁴⁴⁾ 藤原・前掲註（36）16頁。

⁴⁵⁾ 拙稿・前掲註（11）20頁註（15）参照。

⁴⁶⁾ 指針6頁・12頁・16頁。

⁴⁷⁾ 指針9頁。